

有色金属

氧化铝停产加剧，价格有望偏强运行

分析师：谢鸿鹤

电话：021-20315185

邮箱：xiehh@r.qizq.com

S0740517080003

分析师：李翔

电话：0755-22660869

邮箱：lixiang@r.qizq.com

S0740518110002

研究助理：张强

电话：0755-22660869

邮箱：zhangqiang@r.qizq.com

投资要点

- **事件：**5月初以来，山西多家氧化铝企业受赤泥库渗漏事件与环保督察影响，开工逐渐下降，其中，信发交口肥美、华庆铝业等氧化铝厂面临环保整改问题，并且氧化铝停产有升级态势，百川氧化铝价格自不到2800元/吨上涨至接近3000元/吨。
- **山西多家氧化铝企业面临停产，环保因素直接影响产能已达375万吨，达到运行产能的5%。**近期中央生态环境部办公厅发布文件，5月15日至5月25日将在山西开展2019年统筹强化监督（第一阶段）工作，因赤泥库渗漏等环保问题，山西多家氧化铝企业面临开工下降，其中，交口肥美、华庆铝业、兴安化工等氧化铝厂面临环保整改问题，具体来看，根据百川统计，交口肥美预估5月18日将停止投料，仅将系统剩余部分产出将全部停完名义产能260万吨（实际280万吨产能），孝义华庆已将45万吨产能全部停完，兴安化工检修一条产线，影响产能约1/4产能，达到70万吨，因此截止目前，环保因素停产已经达到375万吨，而根据阿拉丁统计数据 displays，3月国内氧化铝总产能8397万吨，运行产能6961万吨，受环保因素直接影响产能比例达到5%。特别值得注意的是，根据ALD，交口肥美彻底退出生产后，即使再度整顿达标，再复产的周期至少要四个月以上，影响体量有别于前期的检修式减产或者压产。
- **山西铝土矿供给持续紧张，多家氧化铝企业开工产能减量，影响产能达225万吨。**根据百川统计，因山西铝土矿随着逐年开采，品位下降较为明显，导致山西氧化铝生产成本高企，位于成本曲线末端（后10%落在2900元-3000元区间），叠加山西氧化铝生产工艺与进口矿匹配度相对较低，当地矿石供给持续紧张，多家氧化铝企业开工产能减量：山西华兴铝业总产能200万吨，开工产能为100万吨；中铝山西新材料260万吨建成产能，开工产能190万吨；兴华科技总产能90万吨，开工产能35万吨，因此截止目前，由于矿石供给紧张而导致的压产影响已经达到225万吨。

图表1：山西省内氧化铝企业运行情况梳理

| 项目 | 建成产能 | 运行产能 | 减停产原因 |
|----------|------|------|-------|
| 中铝山西新材料 | 260 | 190 | 矿石供应 |
| 交口信发 | 280 | 0 | 环保整顿 |
| 信发化工 | 360 | 340 | |
| 田园化工 | 40 | 30 | |
| 兆丰铝业 | 110 | 40 | |
| 中铝兴华科技 | 90 | 35 | 矿石供应 |
| 华兴铝业 | 200 | 100 | 矿石供应 |
| 国电投山西铝业 | 260 | 260 | |
| 奥凯达化工 | 30 | 30 | |
| 兴安化工 | 280 | 210 | 环保整顿 |
| 泰兴铝镁 | 40 | 40 | |
| 复晟铝业 | 80 | 80 | |
| 东方希望晋中铝业 | 300 | 300 | |
| 森泽煤铝集团 | 130 | 130 | |
| 华庆铝业 | 40 | 0 | 环保整顿 |

资料来源：ALD、百川资讯、中泰证券研究所

- **环保与矿石问题愈发严峻，氧化铝供给波动性增大，月度过剩幅度显著收窄，氧化铝有望偏强运行。**当前山西地区呈现出愈发严峻的环保和矿石供应问题，氧化铝供给波动将会更加频繁，一是环保投入使得成本增加，挫伤企业生产积极性，二是矿石供给持续紧张，影响企业生产连续性。波动性增加的趋势在业内不断加强，其实，不论山西、河南还是广西，针对矿山与氧化铝主体设施、赤泥排放等环境整治的日趋严格和规范，氧化铝行业运行产能的波动已经越来越频繁，不断的减停产和压产现象开始轮换出现，比如具有代表性的是，根据 SMM，在 4 月下旬山东某氧化铝厂增加焙烧炉环保投入，年内焙烧炉轮换运转生产，技改影响约 100 万吨产能。受环保与矿石问题愈发严峻的影响，SMM 预估 5 月国内氧化铝产量 597.3 万吨，5 月氧化铝过剩量显著收窄至 15 万吨附近，这也是自 2018 年 12 月以来过剩量最低的一个月，并且更进一步，基于氧化铝供需结构得到显著改善，贸易商控市能力明显增强，产生低库存铝厂供应担忧与风险，因此，呈现出高位做市带动低位刚需成交不断上移，根据 ALD，截止目前，市场主流贸易间交易价格上移至 3200 元左右，工厂间的刚性成交主要集中在 3100 元，氧化铝有望偏强运行。

图表 2：氧化铝月度供需平衡情况

| | | 201901 | 201902 | 201903 | 201904E | 201905E | 201906E |
|----|----|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 国内 | 供给 | 613 | 561 | 604 | 603 | 597 | 600 |
| | 需求 | 575 | 522 | 577 | 575 | 582 | 586 |
| | 平衡 | 39 | 40 | 27 | 28 | 15 | 14 |
| 海外 | 供给 | 462 | 417 | 462 | 448 | 468 | 464 |
| | 需求 | 460 | 416 | 460 | 446 | 462 | 447 |
| | 平衡 | 2.0 | 1.8 | 2.0 | 1.5 | 5.5 | 16.9 |
| 全球 | 供给 | 1075 | 979 | 1066 | 1051 | 1065 | 1064 |
| | 需求 | 1035 | 937 | 1037 | 1021 | 1044 | 1033 |
| | 平衡 | 41 | 41 | 29 | 30 | 21 | 31 |

资料来源：SMM、中泰证券研究所

- **投资建议。**综上，基于环保与矿石问题愈发严峻，氧化铝供给波动性增大，月度过剩幅度显著收窄，氧化铝有望偏强运行，电解铝在库存去化较为顺利的结构下，价格支撑得到进一步加强，需要重点关注。
- **核心标的：**中国铝业、云铝股份。
- **风险提示：**环保政策与执行不及预期，海外氧化铝复产超预期，进口矿匹配度超预期。

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。